



船舶海工子行业/机械

广船国际 (600685)

首次覆盖

## 将形成军船、海工和民船三足鼎立之势

### ——广船国际首次覆盖报告

	吕娟 (分析师)	王浩 (分析师)	常微 (研究助理)
	021-38676139	0755-23976068	021-38674937
	lvjuan@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	changwei014300@gtjas.com
证书编号	S0880511010047	S0880513090004	S0880114090009

#### 本报告导读:

通过收购黄埔文冲 100% 股权, 将形成军船、海工和民船三足鼎立之势, 实现业务转型升级。首次覆盖给予目标价 31 元和增持评级。

#### 投资要点:

**结论:** 预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.03、0.07、0.78 元, 首次覆盖目标价 31 元, 相当于 2014 年 4.6 倍 PS、6.55 倍 PB, 估值高于同类公司水平, 主要考虑定增预案, 给予溢价, 增持评级。

**公司盈利稳中有升:** ①积极通过处置资产平滑龙穴造船的短期不利影响, 公司 9 月已公告处置 5 块资产, 预计将于 2014 年完成资产转让, 带来近十亿营业外收入。此外, 考虑荔湾厂区启动搬迁程序, 判断 2014-17 年将持续存在土地等资产处置带来大量营业外净收入的可能性。②受益行业供给收缩, 市场向公司这样的优势企业集中, 公司民船盈利能力终将回升。

**收购黄埔文冲 100% 股权, 充分享受军船和海工装备景气:** ①提升军船占比, 更加受益舰船快速发展期。公司现有业务军船主要是军辅船, 收购黄埔文冲后, 将进一步扩展到各类战斗舰艇和辅助舰艇等, 更加全面受益海洋强国战略; ②壮大海工装备业务, 通过收购黄埔文冲并配套募集资金, 完善海工装备业务, 受益我国发展海洋经济的大战略; ③按照分部估值, 军船按照国防军工行业平均 PE 估值, 其他业务按照船舶海工行业平均 PB 估值, 我们认为黄埔文冲总体对应市值不低于 319 亿元。

**收购扬州科进相关造船资产, 解决公司灵便型液货船产能转移问题:** 公司在广州市政府调整城市规划的背景下, 面临战略性产能转移和优化资源配置的现实要求。通过收购扬州科进持有的相关造船资产, 为广船国际原有全球领先的灵便型液货船产能的战略性转移奠定基础。

**风险因素:** 搬迁对生产经营的不利影响、收购黄埔文冲失败的风险等。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,424	4,166	6,975	7,561	9,495
(+/-)%	-22.6%	-35.2%	67.4%	8.4%	25.6%
经营利润 (EBIT)	-343	-183	-828	-630	240
(+/-)	-321.1%	-153.3%	-552.9%	-176.1%	-61.9%
净利润	10	14	35	73	804
(+/-)%	-98.0%	31.7%	161.0%	105.7%	1001.8%
每股净收益 (元)	0.01	0.01	0.03	0.07	0.78
每股股利 (元)	0.12	0.10	0.00	0.00	0.00

利率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-3.3%	-0.8%	-9.1%	-4.5%	6.6%
净资产收益率 (%)	0.3%	0.4%	0.9%	1.8%	16.2%
投入资本回报率 (%)	-121.1%	-54.8%	-40.5%	-18.0%	5.2%
EV/EBITDA	(66.8)	(435.8)	(22.3)	(41.9)	22.5
市盈率	1713.0	1713.0	571.0	244.7	22.0
股息率 (%)	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持  
目标价格: 31.00

当前价格: 17.13  
2014.11.03

#### 交易数据

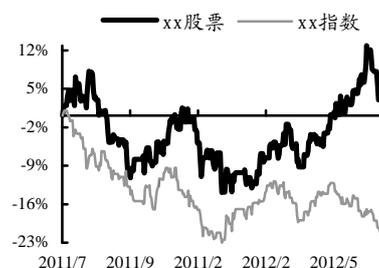
52 周内股价区间 (元)	10.86-19.57
总市值 (百万元)	17,653
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,031/438
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/246
流通股比例	66%
日均成交量 (百股)	0.00
日均成交值 (百万元)	0.00

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,833
每股净资产	4.69
市净率	3.7
净负债率	72.49%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	-0.02	-0.11
Q2	0.07	-0.15
Q3	-0.12	-0.33
Q4	0.08	0.62
全年	0.01	0.03

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	55%
相对指数	-2%	-10%	42%

#### 相关报告

《公允价值变动是业绩低于预期的主因》  
2009.03.11

《中期业绩符合预期 主业毛利率逆势上升》  
2008.08.26

《配股收购 构建集团国际资本运作平台》  
2008.07.02

《汇率风险基本锁定 关注外延注入》  
2008.03.31

《内延有安全边际 外延有注入预期》  
2008.02.05

模型更新时间: 2014.11.03

**股票研究**

**广船国际 (600685)**

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 31.00

**当前价格:** 17.13

2014.11.03

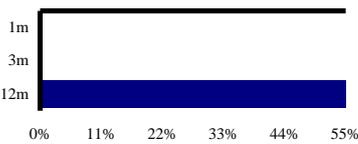
公司网址

www.chinagsi.com

**公司简介**

公司是中国首家造船上市公司, 中国船舶工业集团公司属下华南地区重要的现代化造船核心企业。  
公司享有自行进出口权。

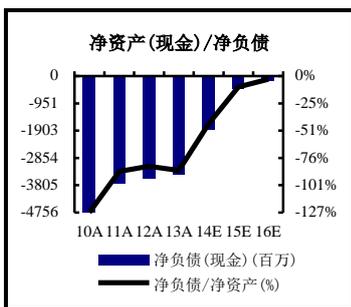
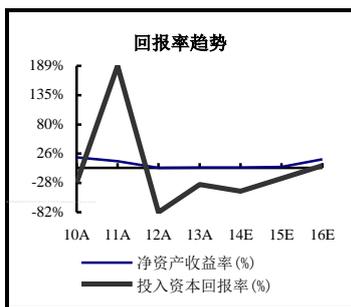
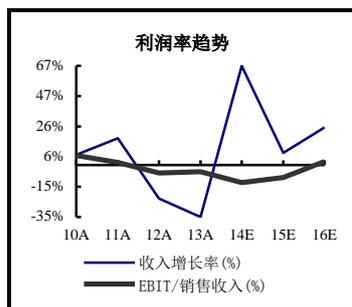
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 10.86-19.57  
市值 (百万) 17,653

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>							
营业收入	7,014	8,296	6,424	4,166	6,975	7,561	9,495
营业成本	6,077	7,370	5,971	3,868	7,130	7,529	8,496
税金及附加	31	48	27	20	21	23	28
营业费用	59	26	4	7	4	5	6
管理费用	418	403	391	484	593	605	760
<b>EBIT</b>	<b>453</b>	<b>155</b>	<b>-343</b>	<b>-183</b>	<b>-828</b>	<b>-630</b>	<b>240</b>
公允价值变动收益	-43	-2	4	47	-100	-60	0
投资收益	83	49	34	202	25	30	35
财务费用	-151	-239	-101	-119	107	99	96
<b>营业利润</b>	<b>604</b>	<b>394</b>	<b>-242</b>	<b>-63</b>	<b>-935</b>	<b>-729</b>	<b>144</b>
所得税	125	84	9	13	-2	-5	132
少数股东损益	3	4	8	2	0	0	6
<b>净利润</b>	<b>708</b>	<b>518</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>73</b>	<b>804</b>
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	7,238	6,583	6,125	6,156	5,258	4,502	4,337
其他流动资产	2,808	2,984	2,626	4,213	5,120	5,842	6,966
长期投资	381	315	344	103	221	203	193
固定资产合计	1,406	1,556	1,722	1,644	2,961	4,179	4,901
无形及其他资产	325	443	451	484	469	467	464
<b>资产合计</b>	<b>12,157</b>	<b>11,886</b>	<b>11,269</b>	<b>12,600</b>	<b>14,029</b>	<b>15,193</b>	<b>16,861</b>
流动负债	7,524	6,308	4,926	6,170	6,911	7,635	8,059
长期负债	880	1,377	2,096	2,514	2,943	3,370	3,804
股东权益	3,754	4,201	4,247	3,916	4,175	4,188	4,998
<b>投入资本(IC)</b>	<b>-1,430</b>	<b>71</b>	<b>283</b>	<b>334</b>	<b>2,047</b>	<b>3,508</b>	<b>4,592</b>
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	386	134	(232)	(101)	(883)	(673)	206
折旧与摊销	120	123	132	150	194	293	389
流动资金增量	(381)	1,567	180	(100)	689	300	429
资本支出	(141)	158	161	(78)	1,500	1,500	1,100
<b>自由现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>1,982</b>	<b>241</b>	<b>(129)</b>	<b>1,500</b>	<b>1,420</b>	<b>2,124</b>
经营现金流	1,039	(1,183)	(148)	(277)	(185)	130	894
投资现金流	(1,058)	(1,537)	1,245	314	(1,619)	(1,460)	(1,064)
融资现金流	646	684	(304)	82	904	575	6
<b>现金流净增加额</b>	<b>627</b>	<b>(2,036)</b>	<b>793</b>	<b>119</b>	<b>(900)</b>	<b>(755)</b>	<b>(164)</b>
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	7.0%	18.3%	-22.6%	-35.2%	67.4%	8.4%	25.6%
EBIT 增长率	7.7%	-65.8%	-321.1%	-153.3%	-552.9%	-176.1%	-61.9%
净利润增长率	37.4%	-26.8%	-98.0%	31.7%	161.0%	105.7%	1001.8%
利润率							
毛利率	13.4%	11.2%	7.1%	7.2%	-2.2%	0.4%	10.5%
EBIT 率	6.5%	1.9%	-5.3%	-4.4%	-11.9%	-8.3%	2.5%
净利润率	10.1%	6.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.0%	8.5%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	19.3%	12.6%	0.3%	0.4%	0.9%	1.8%	16.2%
总资产收益率(ROA)	5.8%	4.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	-27.0%	188.6%	-81.8%	-30.3%	-43.1%	-19.2%	4.5%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	90	86	96	150	112	130	131
应收账款周转天数	15	22	43	63	42	48	46
总资产周转天数	570	529	664	1043	702	702	619
净利润现金含量	1.47	(2.28)	(14.80)	(19.79)	(5.29)	1.78	1.11
资本支出/收入	-2.01%	1.90%	2.51%	-1.87%	21.51%	19.84%	11.59%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	69.1%	64.7%	62.3%	68.9%	70.2%	72.4%	70.4%
净负债率	-126.7%	-88.5%	-83.9%	-87.6%	-44.2%	-10.0%	-3.0%
<b>估值比率</b>							
PE	12.0	21.3	1,070.6	815.7	503.8	241.3	21.9
PB	4.8	4.3	4.3	4.5	4.2	4.2	3.6
EV/EBITDA	24.7	50.9	(66.8)	(435.8)	(22.3)	(41.9)	22.5
P/S	2.52	2.13	2.75	4.24	2.53	2.33	1.86
股息率	0.6%	0.0%	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目 录

1. 核心观点.....	4
2. 公司自身盈利稳中有升.....	4
2.1. 积极通过处置资产平滑龙穴造船的短期不利影响.....	4
2.2. 受益行业供给收缩，公司民船盈利能力终将回升.....	5
3. 通过定增，壮大军船与海工，实现民船产能转移.....	6
3.1. 定增预案简介.....	6
3.2. 收购黄埔文冲，享受军船和海工景气周期.....	6
3.2.1. 黄埔文冲基本情况.....	6
3.2.2. 我国处于舰船发展景气阶段.....	8
3.2.3. 我国处于海工装备发展景气阶段.....	9
3.2.4. 收购黄埔文冲对广船国际的市值贡献测算.....	11
3.3. 收购扬州科进，实现民船产能转移.....	12
4. 盈利预测与估值.....	12
5. 风险因素.....	13
5.1. 搬迁对生产经营的不利影响.....	13
5.2. 收购黄浦文冲失败的风险.....	14
5.3. 舰船发展不达预期的风险.....	14
5.4. 油价继续下滑打击海工景气度的风险.....	14

## 1. 核心观点

**结论:** 预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.03、0.07、0.78 元, 首次覆盖目标价 31 元, 相当于 2014 年 4.6 倍 PS、6.55 倍 PB, 估值高于同类公司水平, 主要考虑定增预案, 给予溢价, 增持评级。①公司自身盈利稳中有升, 一方面通过积极处置资产平滑龙穴造船基地短期不利影响; 另一方面受益行业供给收缩, 民船盈利能力终将回升。②通过定增收购黄埔文冲 100% 股权, 将壮大军船和海工业务, 判断黄埔文冲潜在对应市值达 319 亿元。③通过定增收购扬州科进相关造船资产, 顺应广州市搬迁要求, 将实现公司灵便型液货船产能顺利转移。

**公司自身盈利稳中有升:** ①积极通过处置资产平滑龙穴造船的短期不利影响, 公司 9 月已公告处置 5 块资产, 预计将于 2014 年完成资产转让, 带来近十亿营业外收入。此外, 考虑荔湾厂区启动搬迁程序, 判断 2014-17 年将持续存在土地等资产处置带来大量营业外净收入的可能性。②受益行业供给收缩, 市场向公司这样的优势企业集中, 公司民船盈利能力终将回升。

**收购黄埔文冲 100% 股权, 充分享受军船和海工装备景气:** ①提升军船占比, 更加受益舰船快速发展期。公司现有业务军船主要是军辅船, 收购黄埔文冲后, 将进一步扩展到各类战斗舰艇和辅助舰艇等, 更加全面受益海洋强国战略; ②壮大海工装备业务, 通过收购黄埔文冲并配套募集资金, 完善海工装备业务, 受益我国发展海洋经济的大战略; ③按照分部估值, 军船按照国防军工行业平均 PE 估值, 其他业务按照船舶海工行业平均 PB 估值, 我们认为黄埔文冲总体对应市值不低于 319 亿元。

**收购扬州科进相关造船资产, 解决公司灵便型液货船产能转移问题:** 公司在广州市政府调整城市规划的背景下, 面临战略性产能转移和优化资源配置的现实要求。通过收购扬州科进持有的相关造船资产, 为广船国际原有全球领先的灵便型液货船产能的战略性转移奠定基础。

**风险因素:** 搬迁对生产经营的不利影响、收购黄埔文冲失败的风险等。

## 2. 公司自身盈利稳中有升

### 2.1. 积极通过处置资产平滑龙穴造船的短期不利影响

公司于 2014 年 2 月完成对广州中船龙穴造船有限公司的收购, 由于龙穴造船成立时间不长, 生产效率还有待提升, 短期内对公司业绩形成拖累, 我们注意到公司 2014 年 Q1、Q2、Q3 主业盈利能力持续下降。

**表 1: 公司 2014 年第一、二、三季度盈利情况**

项目	2014Q1	2014Q2	2014Q3
毛利率	7.01%	-2.16%	-8.04%
净利率	-6.58%	-7.30%	-15.36%

净利润 (百万元)	-113.93	-157.19	-343.45
-----------	---------	---------	---------

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

但是我们也注意到, 公司正积极通过处置资产等方式平滑龙穴造船对公司业绩的短期不利影响, 当然所处置的资产也有利于公司更加聚焦主业。

公司9月20日公告, ①以不低于评估值3,478.23万元的价格作为底价, 在上海联合产权交易所挂牌出售本公司位于湖南衡阳市高新技术开发区37号凯新名城高尚住宅小区负一层的7,432.11平方米物业。②广船国际及其下属全资子公司广州兴顺船舶服务有限责任公司、广东广船国际电梯有限公司以挂牌交易的方式转让共同持有的广州市红帆酒店有限公司合计100%的股权, 股权转让价格以不低于评估值12,097.28万元作为底价, 在上海联合产权交易所挂牌出售。③以不低于评估值3,380万元作为底价, 在上海联合产权交易所挂牌交易的方式出售本公司全资子公司广州金舟船舶科技有限公司100%股权。④广船国际南海机电分公司土地按佛山市南海区政府城市更新(“三旧”改造)相关政策要求, 实施更新改造工作, 将土地交由政府收储后按商住项目公开挂牌出让。按目前南海区政府相关政策, 授权本公司管理层在获得拍卖收入不低于7,000万元的情况下办理土地资产处置及后续搬迁等相关工作。⑤为实施广船国际产能转移等相关工作, 同意将广船国际的土地及建筑物和构筑物资产共29,817.34万元(其中土地资产14,241.24万元, 建筑物和构筑物资产15,576.10万元)注入广州广船实业有限公司, 增资完成后, 广州广船实业有限公司的注册资本为41,217.34万元。

公司9月27日公告, 以不低于股权评估值41,379.13万元和减产损失补偿56,000万元作为底价, 在上海联合产权交易所挂牌交易的方式转让广州广船实业有限公司100%股权。我们判断该股权转让将于年内完成, 将极大改善公司收益, 突出主业。

根据广州市“退二进三”的城市规划要求, 广船国际荔湾厂区地块被列为需搬迁的区域, 并要求尽快完成搬迁工作。广船国际拟启动荔湾厂区搬迁转移工作, 筹划后续的荔湾厂区资产处置事宜。我们判断**2014-2017年将持续存在土地等资产处置带来大量营业外净收入的可能性。**

## 2.2. 受益行业供给收缩, 公司民船盈利能力终将回升

2007年, 地方船厂(以民营为主)完工量、新接订单、手持订单分别占全国总量的40%、60%和54%, 呈现一派火热景象。2008年金融危机之后, 民营船厂由于经验不足、抗风险能力差等原因, 不断退出造船行业, 2013年中国船厂新接订单排名中, 前8名中只有扬子江造船和太平洋造船是民营船厂。行业供给收缩之下, 市场不断向优势企业集中。

广船国际作为行业龙头企业, 在新船订单量和新船价格方面已经展现出较好的复苏迹象, 手持订单已排至2017年。我们预计①未来船价将继续保持上升趋势, 否则优势船厂缺少意愿去接新订单; ②主要原材料价格将继续保持低位。这些都将推动公司民船盈利回升。

图 1: 2007 年我国地方船厂市场份额情况

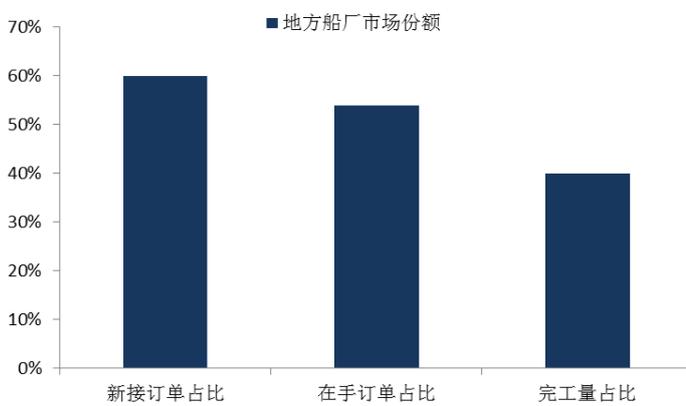
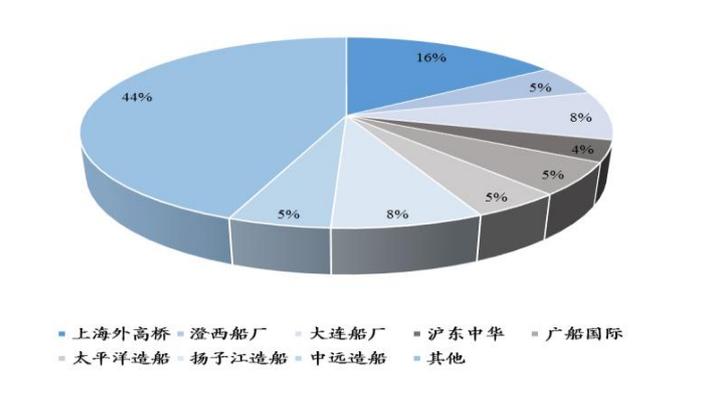


图 2: 2013 年中国船厂新接订单分布



数据来源: 中国船舶工业协会、克拉克松、国泰君安证券研究

### 3. 通过定增, 壮大军船与海工, 实现民船产能转移

#### 3.1. 定增预案简介

广船国际拟通过发行 A 股及支付现金收购黄埔文冲 100% 股权以及扬州科进相关造船资产并配套募集资金。标的资产黄埔文冲 100% 股权预估值为 45.27 亿元, 标的资产扬州科进相关造船资产拟作价 9.68 亿元, 合计 54.95 亿元。具体发行方案包括: ①以发行价格 14.17 元/股, 向中船集团发行 27,157.60 万股收购黄埔文冲 85% 股权, 向扬州科进发行 6,831.33 万股收购其相关造船资产。②以发行价格不低于 16.48 元/股, 向不超过 10 名特定投资者发行 11,115.15 万股, 募集 18.32 亿元, 用于支付标的资产黄埔文冲 15% 股权的对价, 同时投资建设黄埔文冲龙穴厂区补充完善海洋工程装备生产设施项目、补充上市公司流动资金等; ③方案涉及发行股份合计约 45,104.08 万股。

表 2: 广船国际发行 A 股及支付现金收购资产并募集配套资金预案

内容	发行对象	发行股份 (万股)	发行价格 (元/股)	金额 (万元)	用途
发行股份 购买资产	中船集团	27,157.60	14.17	384,823.19	收购黄埔文冲 85% 股权
	扬州科进	6,831.33	14.17	96,800.00	收购扬州科进相关造船资产
	小计	33,988.93	14.17	481,623.14	
募集配套 资金	不超过 10 名 特定投资者	4,120.75	16.48	67,909.97	收购黄埔文冲 15% 股权
		6,994.40	16.48	115,267.75	投资建设黄埔文冲龙穴厂区补充完善海洋工程装备生产设施项目、补充上市公司流动资金等
	小计	11,115.15	16.48	183,177.72	
合计		45,104.08		664,800.86	其中收购资产金额为 549,533 万元

数据来源: 公司公告、国泰君安证券整理 (备注: 14.17 元/股为发行价格, 16.48 元/股为发行底价)

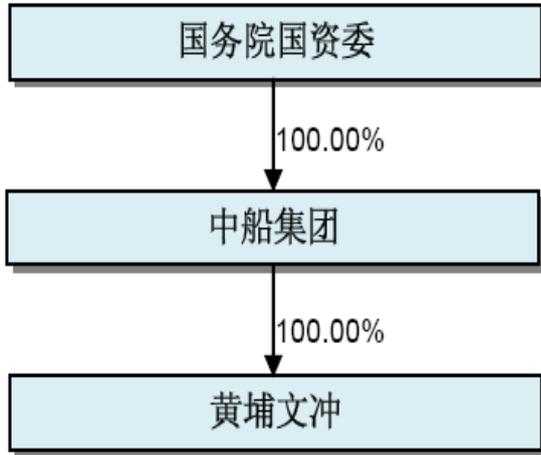
#### 3.2. 收购黄埔文冲, 享受军船和海工景气周期

##### 3.2.1. 黄埔文冲基本情况

黄埔文冲 (含子公司) 是华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地, 也是目前中国疏浚工程船和支线集装箱船的主要生产

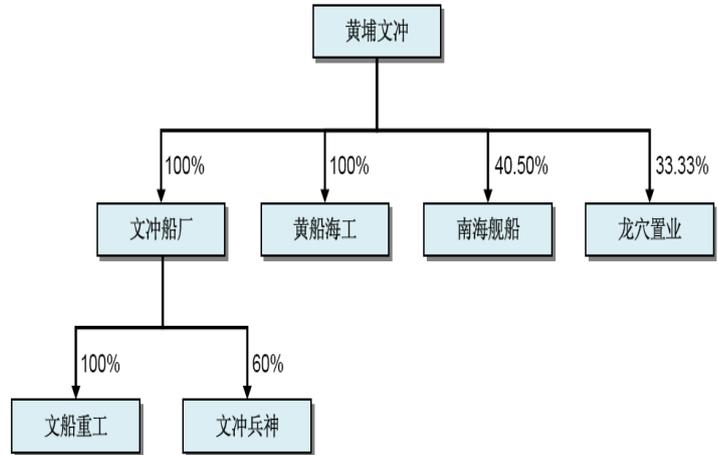
基地。黄埔文冲（含子公司）的军用船舶产品包括导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇等各类战斗舰艇和辅助舰艇等；民用船舶包括公务船、灵便型散货船、疏浚工程船和支线型集装箱船等；此外，还拥有海洋工程辅助船、自升式钻井平台等海洋工程装备及船舶修理改装等产品和业务。

图 3: 黄埔文冲股权结构图



数据来源：公司公告

图 4: 黄埔文冲下属企业股权结构图



数据来源：公司公告

图 5: 黄埔文冲三大军船类型：新型导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇



数据来源：公司网站

表 3: 广船国际拟收购的标的公司黄埔文冲及其子公司主要产品、近几年净利润情况（净利润单位：万元）

公司	主要产品	2014 年中报	2013 年	2012 年	2011 年	
黄埔文冲	包括军用船舶、民用船舶和海工装备三大类	5,167.70	26,915.98	21,222.84	71,389.25	
子公司	黄埔文冲持股	主要产品	2014 年中报	2013 年	2012 年	2011 年
文冲船厂	直接持股 100%	支线型集装箱船与疏浚工程船等	-12,010.52	-12,370.80	-4,419.78	36,512.87
文船重工	间接持股 100%	港口机械及起重机械以及相关船舶配套设备等	-276.34	-65.94	-0.77	147.67
文冲兵神	间接持股 60%	船用泵、油水分离器及其它机电设备	-48.45	-47.17		
黄船海工	直接持股 100%	常规船型、海工辅助船、海洋平台等	-121.43	38.46	40.09	206.53
南海舰船	直接持股 40.5%	舰船修理和特别装备修理	-17.58	20.94	3.37	2.04
龙穴置业	直接持股 33.33%	用地、规划、勘测、设计、报建等	-8.87	-60.12	-10.61	-51.51

黄埔文冲母公司净利润估算	17,615.14	39,354.12	25,605.47	34,538.52
--------------	-----------	-----------	-----------	-----------

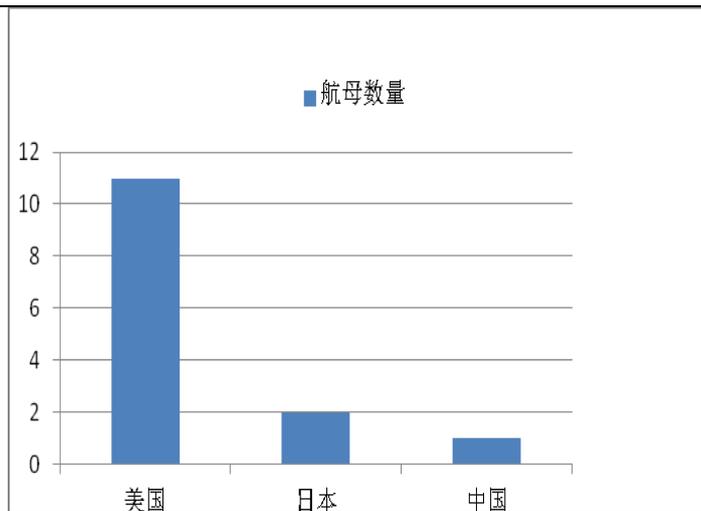
数据来源：公司公告、国泰君安证券整理

### 3.2.2. 我国处于舰船发展景气阶段

我国 GDP 年均增速超过 7%，目前 GDP 总量仅次于美国，位列全球第二，国际地位日益提升。然而，我国海军舰船装备与国力还相当不匹配。例如，在航空母舰方面，我国仅有改造的“瓦良格”号航母，从 2012 年 9 月 23 日服役以来还处于训练阶段，并未形成航母战斗群。而据新浪军事新闻披露，全球目前共拥有 20 余艘现役航母，美国海军拥有 10 艘“尼米兹”级航空母舰和 1 艘“企业”级航空母舰在内的 11 艘大型航母，这些航母构成的 11 个航母战斗群，几乎就是美国海军打击力量的核心；日本由于是二战战败国不能拥有标准意义上的攻击性武器，但也拥有直升机航母 2 艘。

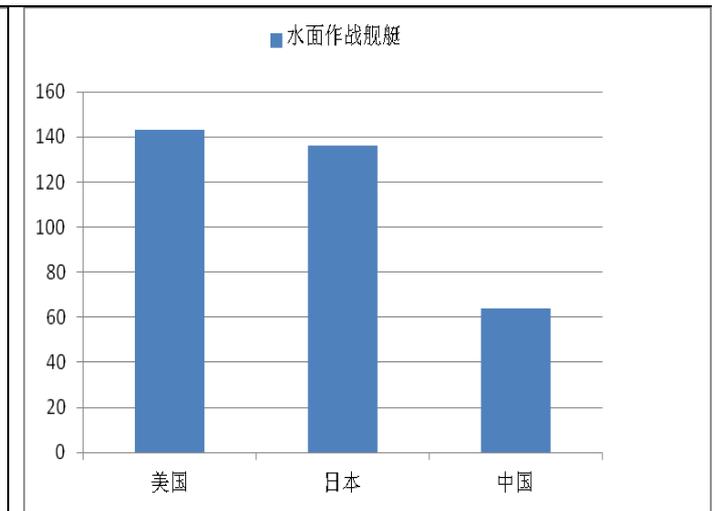
在水面舰艇上，我国目前则仅有 64 艘水面主力舰船，无巡洋舰，29 艘驱逐舰；美国则拥有 143 艘大型水面作战舰艇，包括导弹巡洋舰 11 艘、驱逐舰 52 艘、护卫舰 49 艘等；日本则拥 136 艘水面作战舰艇包括 4 艘世界上最先进的宙斯盾级巡洋舰、54 艘驱逐舰和护卫舰等。

图 6：中日美航母数量比较



数据来源：新浪军事、国泰君安证券研究

图 7：中日美水面作战舰艇数量比较



数据来源：铁血网、国泰君安证券研究

在全球化的今天，越来越多的非战争行动要求舰船装备保障。比如，亚丁湾、索马里海域护航，中国海军至今已经派遣第十八批护航舰艇编队前往，每支舰队由 2 艘海军主力战舰、1 艘综合补给舰共 3 艘组成，舰队轮换时间 4 个月左右。

表 4：我国向亚丁湾、索马里海域派遣的历次护航编队舰队组成

护航编队	主力舰艇 A	主力舰艇 B	综合补给舰	主力舰艇所属舰队	起航时间
第一批	武汉 169	海口 171	微山湖 887	南海舰队	2008.12.26
第二批	深圳 167	黄山 570	微山湖 887	南海舰队	2009.4.2
第三批	舟山 529	徐州 530	千岛湖 886	东海舰队	2009.7.16
第四批	马鞍山 525	温州 526	千岛湖 886	东海舰队	2009.10.30
第五批	广州 168	衡阳 568	微山湖 887	南海舰队	2010.3.4

第六批	昆仑山 998	兰州 170	微山湖 887	南海舰队	2010.6.30
第七批	舟山 529	徐州 530	千岛湖 886	东海舰队	2010.11.2
第八批	马鞍山 525	温州 526	千岛湖 886	东海舰队	2011.2.21
第九批	武汉 169	玉林 569	青海湖 885	南海舰队	2011.7.2
第十批	海口 171	运城 571	青海湖 885	南海舰队	2011.11.2
第十一批	青岛 113	烟台 538	微山湖 887	北海舰队	2012.2.27
第十二批	益阳 548	常州 549	千岛湖 886	东海舰队	2012.7.3
第十三批	衡阳 568	黄山 570	青海湖 885	南海舰队	2012.11.9
第十四批	哈尔滨 112	绵阳 528	微山湖 887	北海舰队	2013.2.16
第十五批	井冈山 999	衡水 572	太湖 889	南海舰队	2013.8.8
第十六批	盐城 546	洛阳 527	太湖 889	北海舰队	2013.11.30
第十七批	长春 150	常州 549	巢湖 890	东海舰队	2014.3.24
第十八批	长白山 989	运城 571	巢湖 890	南海舰队	2014.8.1

数据来源：百度百科、国泰君安证券研究

综上所述，我国海军舰艇数量还捉襟见肘、海军舰船装备还不够先进。在大国崛起、非战争行动全球化的当今，“走向深蓝”才能获得更大的安全，因而建设一支强大的、与大国地位相称的海军刻不容缓。我们认为，目前以及未来数年海军都要发力，建造更大吨位、更多数量以及技术水平更高的舰船，海军舰船装备进入持续增长期。

**表 5：我国军事战略的变化与发展**

时期	军事战略	备注
20 世纪 50 年代至 70 年代	近岸防御	近岸海域防御作战
20 世纪 80 年代至 90 年代	近海防御	以近海防御为主的战略
20 世纪初	近海作战	全面提高近海综合作战能力、战略威慑与反击能力，推动海军建设整体转型
2013 年以来	远海机动	发展航空母舰、潜艇和各种舰艇，完善综合电子信息系统装备体系，提高远海机动作战，增强战略威慑与反击能力

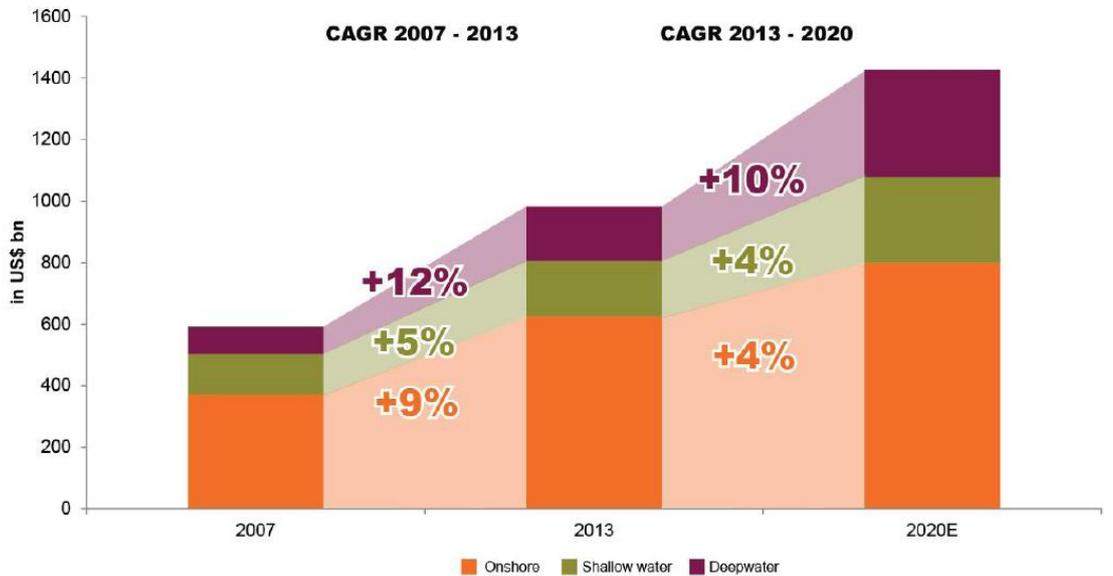
数据来源：国防白皮书、国泰君安证券研究

### 3.2.3. 我国处于海工装备发展景气阶段

黄埔文冲的海工装备产品主要包括自升式钻井平台、半潜式钻井平台等，我们判断其所处行业从 2014 年开始进入业绩景气周期。

一方面，资源的分布以及地缘政治原因使得油气开采正在从陆上走到海上，海洋油气开采占比呈现出稳步增长态势。

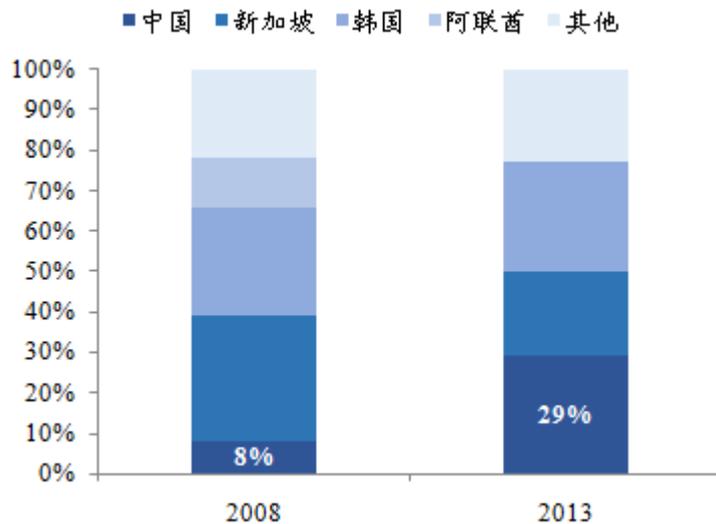
图 8: 海洋油气开发稳步增长



数据来源: Pareto

另一方面,我国大力支持海工装备行业发展以及我国在海工装备具有价格优势使得全球海工装备产业逐步向我国转移。我国移动式钻井平台新增订单占有率已从2008年的8%增加至2013年的29%。

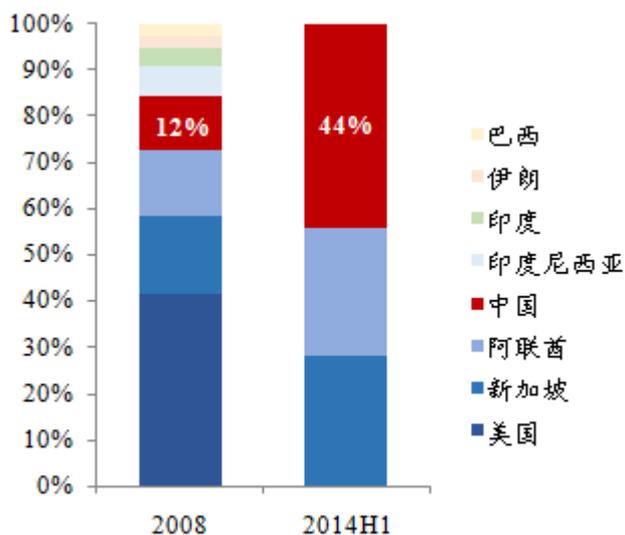
图 9: 全球在建移动式钻井平台订单按国家(地区)分布



数据来源: 大智慧阿思达克通讯社、国泰君安证券研究(注:此处移动式钻井平台订单即自升式钻井平台、半潜式钻井平台和钻井船手持订单的和)

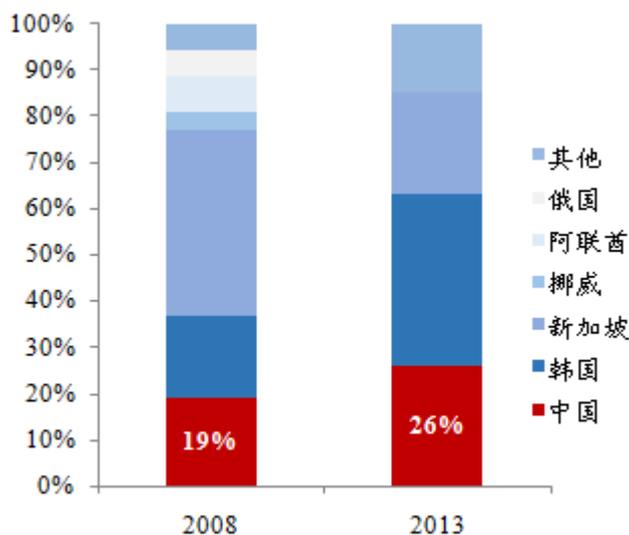
其中我国自升式平台新增订单市场占有率由2008年的12%提升到2014年的44%;我国半潜式平台新增订单市场占有率由2008年的19%提升至2013年的26%。

图 10: 自升式钻井平台新增订单分布变化



数据来源: 中国海洋平台、国泰君安证券研究

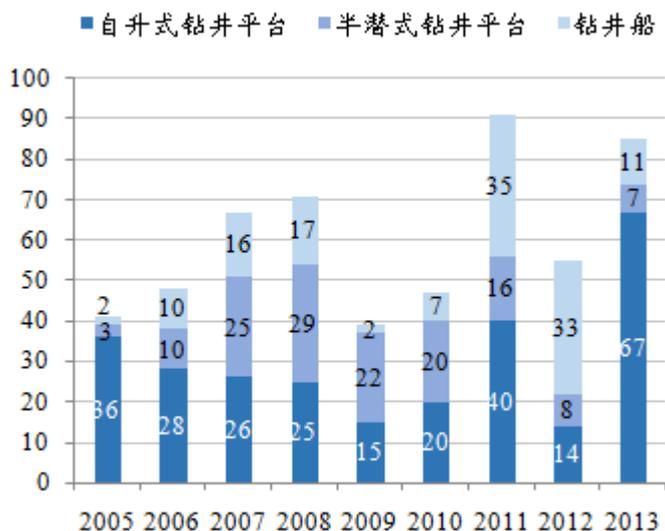
图 11: 半潜式钻井平台新增订单分布变化



数据来源: 中国海洋平台、国泰君安证券研究

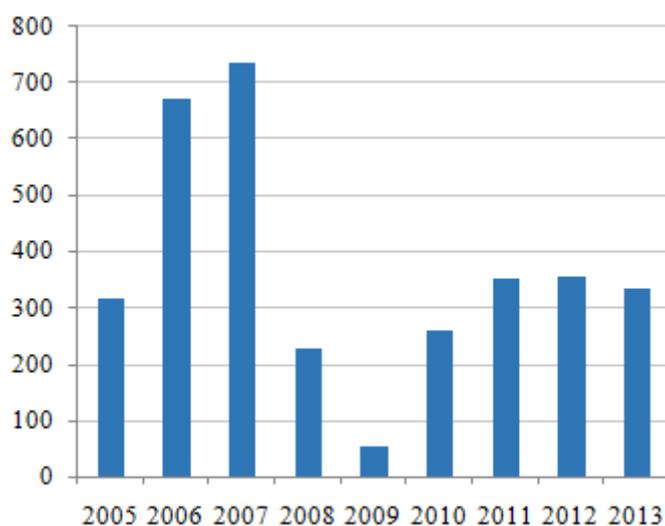
基于 2011-2013 年持续的钻井平台和海工辅助船新接订单的景气周期, 考虑 3-5 年的建造周期, 判断对应的业绩景气周期从 2014 年开始至少可持续 3 年。

图 12: 钻井平台新增订单情况一览



数据来源: Pareto、Rigzone、国泰君安证券研究

图 13: 海工辅助船舶新增订单情况一览



数据来源: Clarksons、国泰君安证券研究

### 3.2.4. 收购黄埔文冲对广船国际的市值贡献测算

根据前述黄埔文冲母公司净利润估算情况, 我们判断黄埔文冲旗下军用船舶净利润应该不低于 3 亿元。近几年受民用船舶拖累, 导致黄埔文冲总体净利润不如 2011 年。按照 WIND 国防军工行业 (中信分类) 目前整体 PE88 倍, 黄埔文冲旗下军用船舶对应市值应该不低于 264 亿元。判断黄埔文冲军用船舶以外的其他业务的净资产相当于其总体净

资产的 2/3 左右，即 18.8 亿元，按照船舶海工行业平均 2.9 倍 PB，对应市值约 55 亿。综上，我们认为黄埔文冲总体对应市值不低于 319 亿元。

**表 6: 黄埔文冲非军船业务可比船舶海工公司估值情况**

证券代码	证券简称	市净率(PB,最新)
600150.SH	中国船舶	3.2
601890.SH	亚星锚链	1.9
601989.SH	中国重工	1.9
600072.SH	*ST 钢构	5.7
002483.SZ	润邦股份	2.0
600320.SH	振华重工	1.3
002552.SZ	宝鼎重工	4.1
行业平均值		2.9

数据来源: WIND、国泰君安证券研究 (基于 10 月 31 日最新股价)

### 3.3. 收购扬州科进，实现民船产能转移

广船国际在广州市政府调整城市规划的背景下，面临战略性产能转移和优化资源配置的现实要求：将大型船舶和特品建造转移至龙穴造船，同时将原有全球领先的灵便型液货船产能转移至其他地方。通过收购扬州科进持有的相关造船资产，为广船国际原有全球领先的灵便型液货船产能的战略性转移奠定基础。

## 4. 盈利预测与估值

预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.03、0.07、0.78 元，首次覆盖目标价 31 元，相当于 2014 年 4.6 倍 PS、6.55 倍 PB，估值高于同类公司水平，主要考虑定增预案，给予溢价。

**表 7: 同类公司估值比较**

证券代码	证券简称	市净率(PB,最新)	市销率(PS)
600150.SH	中国船舶	3.2	2.0
601890.SH	亚星锚链	1.9	3.4
601989.SH	中国重工	1.9	2.1
600072.SH	*ST 钢构	5.7	7.2
002483.SZ	润邦股份	2.0	2.3
600320.SH	振华重工	1.3	0.9
002552.SZ	宝鼎重工	4.1	11.0
行业平均		2.9	4.1

数据来源: WIND、国泰君安证券研究 (基于 10 月 31 日最新股价, PS 计算的财务数据匹配规则为当年三季 × 4/3)

核心假设:

- 1、判断 2014、2015 年公司受龙穴造船拖累比较大，2016 年将恢复元气，盈利出现回升，假设造船业务 2014-16 年毛利率分别为 -5.00%、-2.00%、10.00%。
- 2、判断公司 2014-2017 年都将持续出现土地等资产处置行为，假设

2014-16 年计入营业外收入分别为 9.7、8、8 亿元。

**表 8: 公司盈利预测假设表**

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,014	8,296	6,424	4,166	6,975	7,561	9,495
同比增长	7.03%	18.28%	-22.57%	-35.15%	67.43%	8.40%	25.58%
营业成本	6,077	7,370	5,971	3,868	7,130	7,529	8,496
营业毛利	937	926	453	298	(155)	32	999
营业毛利率	13.36%	11.16%	7.05%	7.15%	-2.22%	0.42%	10.52%
<b>主营业务</b>							
收入	6,908	8,141	6,344	4,086	6,759	7,345	9,279
同比增长	6.95%	17.85%	-22.07%	-35.59%	65.42%	8.67%	26.33%
成本	5,975	7,235	5,904	3,828	6,985	7,384	8,351
毛利	933	906	440	258	(226)	(39)	928
毛利率	13.51%	11.13%	6.94%	6.31%	-3.34%	-0.53%	10.00%
<b>造船</b>							
收入	6,403	7,225	5,268	3,084	5,860	6,446	8,379
同比增长	11.98%	12.84%	-27.09%	-41.46%	90.00%	10.00%	30.00%
成本	5,558	6,479	4,944	2,920	6,153	6,574	7,541
利润	845	746	324	164	(293)	(129)	838
毛利率	13.20%	10.33%	6.15%	5.32%	-5.00%	-2.00%	10.00%
<b>钢结构工程</b>							
收入	153	429	516	439	307	307	307
同比增长	-67.10%	180.39%	20.28%	-14.92%	-30.00%	0.00%	0.00%
成本	140	393	471	394	276	277	277
毛利	13	36	45	45	32	31	31
毛利率	8.50%	8.39%	8.72%	10.25%	10.30%	10.00%	10.00%
<b>机电产品及其他</b>							
收入	352	487	560	564	592	592	592
同比增长	27.54%	38.35%	14.99%	0.71%	5.00%	0.00%	0.00%
成本	278	362	489	514	557	533	533
毛利	74	125	71	50	36	59	59
毛利率	21.02%	25.67%	12.68%	8.87%	6.00%	10.00%	10.00%
<b>其他业务</b>							
收入	106	155	80	80	216	216	216
同比增长	13%	46%	-48%	0%	170%	0%	0%
成本	102	135	67	40	145	145	145
毛利	4	20	13	40	71	71	71
毛利率	3.77%	12.90%	16.25%	50.00%	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

## 5. 风险因素

### 5.1. 搬迁对生产经营的不利影响

广船国际荔湾厂区将启动搬迁转移工作，拟收购的黄埔文冲长洲厂区和文冲厂区也面临搬迁，尽管公司已经在提前准备厂地接受产能转移，预计搬迁仍将对公司未来的生产经营产生一些不利影响。

### **5.2. 收购黄浦文冲失败的风险**

黄浦文冲的收购依然在进行中，虽然目前来看并未出现意外，但依然存在收购不能完成的风险。且即便收购顺利实施，也依旧存在企业整合困难，收购效果不达预期的风险。

### **5.3. 舰船发展不达预期的风险**

军舰的扩充需要雄厚的国家经济实力及高端技术水平作支撑，非举国之力不得发展，并且军舰的扩充时机也必须考虑国际形势。虽然海洋战略能否成功实施已经涉及到我国存亡之事，但国际局势的风云变幻仍然可能使得我国军舰扩充速度不达预期。

### **5.4. 油价继续下滑打击海工景气度的风险**

油价决定因素错综复杂，不仅与供需相关，与地缘局势及政治局势更是密不可分。虽然目前油价的下跌已经对主要产油国财政收支产生了较大的负面影响，但仍不能排除油价继续大幅下滑的风险。油价的继续下滑必将对海工装备行业的景气度造成重要打击。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1.投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2.投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		